

2024 年 6 月 27 日

研究員：吳建弘 A51102@cim.capital.com.tw

前日收盤價 162.50 元  
目標價  
3 個月 188.00 元  
12 個月 188.00 元

## 森崙能源(6806 TT)

Buy

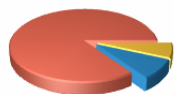
### 近期報告日期、評等及前日股價

02/21/2024 到價  
01/17/2024 Buy 109.50  
09/22/2023 Buy 105.50

### 公司基本資訊

目前股本(百萬元) 2,209  
市值(億元) 359  
目前每股淨值(元) 53.62  
外資持股比(%) 4.55  
投信持股比(%) 0.20  
董監持股比(%) 47.26  
融資餘額(張) 12,721  
現金股息配發率(%) 51.02

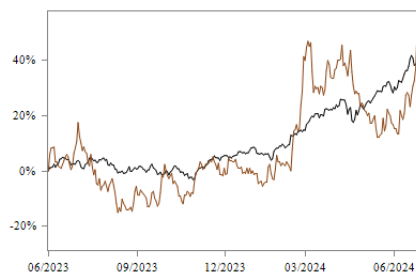
### 產品組合



■ 工程業務:85.02%  
■ 售電業務:8.55%  
■ 服務業務:6.43%

### 股價相對大盤走勢

— 6806 — TWSE



### 風電 EPC 工程商長期受惠綠電交易需求。

**投資建議：**考量台電二期等綠能工程貢獻森崙能源近年營運成長，加上長期綠能工程趨勢、以及綠色算力推動綠電交易長期需求，調整森崙能源至 Buy 的投資建議，目標價 188 元(30.5PER X 2025F EPS)。

**2Q24 台電二期工程進度調整，營運緩步增溫：**2Q24 雖然先前森崙能源調整台電二期細部工程進度，但整體仍在可控範圍，預估 2Q24 營收 41.10 億元，QoQ+76.27%，稅後純益 2.21 億元，QoQ+123.12%，EPS1.00 元。

**3Q24 台電二期海上工程作業，營運恢復成長：**3Q24 隨著 06/22/2024 子公司的 4,000 噸巨人號重吊船抵台，加上下部結構產品持續交貨，並且考量森崙能源必須在 09/2024 完成水下基礎工程里程碑，預期 3Q24 海上工程將開始進行，帶動森崙能源營運增溫，綜合以上，預估 3Q24 營收 69.29 億元，QoQ+68.62%，稅後純益 3.79 億元，QoQ+71.35%，EPS1.72 元。

**2024 年受惠台電二期施工、儲能案廠提供服務，獲利大幅成長：**展望 2024 年，森崙能源主要迎來台電二期工程認列高峰與宜蘭 E-dReg 儲能案場提供服務，預期森崙能源營收 2024 年 233.50 億元，YoY+107.56%，稅後純益 12.97 億元，YoY+103.86%，EPS5.87 元。其餘彰品風電等工程則是在 2024 年後才會貢獻營收。

**資料中心建置帶動綠色算力與綠電長期需求：**隨著 AI 趨勢，當前已有多家科技公司規劃於台灣建置資料中心，以正崙(2392 TT)的優崙 AI 綠能超算中心計畫為例，預期第一期使用 383 萬度電力，加上正崙的永續發展規劃，有利優崙第一期的長期綠色算力投入，帶動森崙能源的綠電交易需求成長。

(百萬元)	2023	2024F	2025F	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F
營業收入淨額	11,250	23,350	24,768	1,389	1,899	2,694	5,268	2,331	4,110	6,929	9,979	6,560
營業毛利淨額	1,168	2,192	2,366	160	208	284	516	215	409	644	925	596
營業利益	789	1,562	1,717	77	117	188	408	60	280	473	749	442
稅後純益	636	1,297	1,363	55	76	121	384	99	221	379	598	347
稅後 EPS(元)	2.88	5.87	6.17	0.25	0.34	0.55	1.74	0.45	1.00	1.72	2.71	1.57
毛利率(%)	10.38%	9.39%	9.55%	11.49%	10.96%	10.54%	9.79%	9.23%	9.94%	9.29%	9.27%	9.09%
營業利益率(%)	7.02%	6.69%	6.93%	5.53%	6.16%	6.97%	7.74%	2.56%	6.81%	6.83%	7.51%	6.74%
稅後純益率(%)	5.66%	5.56%	5.50%	3.97%	3.98%	4.50%	7.30%	4.25%	5.38%	5.47%	5.99%	5.28%
營業收入 YoY/QoQ(%)	161.55%	107.56%	6.08%	-14.50%	36.80%	41.83%	95.54%	-55.74%	76.27%	68.62%	44.01%	-34.27%
稅後純益 YoY/QoQ(%)	182.57%	103.86%	5.04%	-49.48%	37.18%	60.09%	217.40%	-74.22%	123.12%	71.35%	57.85%	-42.05%

註：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主；稅後 EPS 以股本 22.09 億元計算。

## 森崙能源 ESG：

森崙能源主要為能源開發工程服務及電廠維運、太陽能發電廠、節能、儲能服務工程等全方位專業能源服務公司，業務涵蓋太陽能、離岸風電，更跨足綠能售電業。並且著重「潔淨能源」、「節能減碳」領域，制定「光、風、水、氣、大平台」的營運策略，打造全方位一站式整合服務，旗下富崙能源專注風力及太陽能電廠的投資及營運，欣鑫天然氣取得液化天然氣（LNG）進口許可，提供潔淨能源、有助改善空氣污染，富威電力取得再生能源售電業執照，提供綠電交易服務、推動智慧節能系統及建置儲能系統等電力服務，並以電子商務串聯成全方位能源服務的大平台。

## 公司簡介：

森崙能源成立於 2007 年，為正崙集團子公司，透過電廠建設、SPV 電廠股權出售、維運電廠的營運流程，加上多個子公司的股權架構(如：彰苑風電、富崙能源-太陽能、欣鑫天然氣等)，實現公司長期規劃的「光、風、水、電、氣、大平台」營運目標，1Q24 產品營收占比，工程收入 83%、售電收入 16%，服務收入 1%。

表一、森崙能源子公司事業版圖

主要子公司	營運重點
富崙能源	風電、太陽能工程統包、營運。
彰苑、北苑風電	2020 年 11 月出售並簽訂 20 年維運合約。
彰品風電	待出售 54.6MW 風電案場，正在申請施工許可。
富威電力	全台首批綠電出售公司，除了提供綠電交易平台之外，也開始規畫碳盤查等認證，提供客戶完善的碳中和與能源整合服務，於 06/25/2024 申請上市。
多家越南轉投資	打入海外市場，布局越南的太陽能+水電案場。
欣鑫天然氣	全台首家天然氣進口民間企業。
九崙電力	天然氣電廠統包工程。

資料來源：森崙能源，群益投顧彙整

## 台電二期離岸風電工程概況：

台電二期離岸風電工程款 538 億元、維運收入 90.9 億元、總值 628.9 億元，已占森崙能源總營收 60%以上，截至 2023 年以前已認列 24%工程款，隨著台電二期海上工程已進入下部結構設置的認列高峰，使得台電二期工程進度對森崙能源當前營運尤為重要。

2024 年 6 月 27 日

## 2Q24 台電二期工程進度調整，營運緩步增溫：

2Q24 雖然先前森崙能源調整台電二期細部工程進度，但整體仍在可控範圍，預估 2Q24 營收 41.10 億元，QoQ+76.27%，稅後純益 2.21 億元，QoQ+123.12%，EPS1.00 元。

## 3Q24 台電二期海上工程作業，營運恢復成長：

3Q24 隨著 06/22/2024 子公司的 4,000 噸巨人號重吊船抵台，加上下部結構產品持續交貨，並且考量森崙能源必須在 09/2024 完成水下基礎工程里程碑，預期 3Q24 海上工程將開始進行，帶動森崙能源營運增溫，綜合以上，預估 3Q24 營收 69.29 億元，QoQ+68.62%，稅後純益 3.79 億元，QoQ+71.35%，EPS1.72 元。

### 圖一、台電二期工程進度概況

#### 年度重要工作：

#### ■ 重要里程碑及進度要項



資料來源：森崙能源

### 表二、台電二期工程營收認列預估

台電二期工程款 (億元)	2023 年以前	2024 年*	2025 年*	2026 年*
538	24%	30-35%	30-35%	5-10%

\*群益投顧自行預估

資料來源：台電，群益投顧彙整

## 2024 年受惠台電二期施工、儲能案廠提供服務，獲利大幅成長：

展望 2024 年，森崙能源主要迎來台電二期工程認列高峰與宜蘭 E-dReg 儲能案場提供服務，預期森崙能源營收 2024 年 233.50 億元，YoY+107.56%，稅後純益 12.97 億元，YoY+103.86%，EPS5.87 元。其餘彰品風電等工程則是在 2024 年後才會貢獻營收。

2024 年 6 月 27 日

## 資料中心建置帶動綠色算力與綠電長期需求：

目前全台資料中心約使用 15 億度電力/年，並隨著 AI 需求，已有多家科技公司規劃於台灣建置資料中心，加上 RE100 的全球化趨勢，預期綠色算力帶來的綠電交易需求將貢獻森崙能源長期營收。

以正崙(2392 TT)攜手森崙能源、日本優必達成立的優崙 AI 綠能超算中心計畫為例，預計優崙 AI 綠能超算中心第一期投入 1024 張 H100 的 GPU，於 4Q24 完成建置；後續仍有第二期 GB200 的超算中心投入。並且研究部預期優崙第一期約使用 383 萬度電進行算力計算，加上正崙承諾 2030 目標年範疇 1&2 的絕對碳排放量相較 2021 基準年減少 42%，有利優崙第一期的長期綠色算力投入，帶動森崙能源的綠電交易需求成長。

## 圖二、優崙 AI 綠能超算中心規劃

- 第一期：投資 20 億元 2024/Q4 於土城民權廠建置 128 台伺服器 1024 張 GPU(H100)超級運算中心完成啟用，將是國內規模最大的 AI 運算中心。
- 中期：分散式超算中心，GB200 超算中心投資。
- 長期：依需求分階段開發，以自備電源的超算中心。

## 優崙 AI 綠能超算中心計畫

6

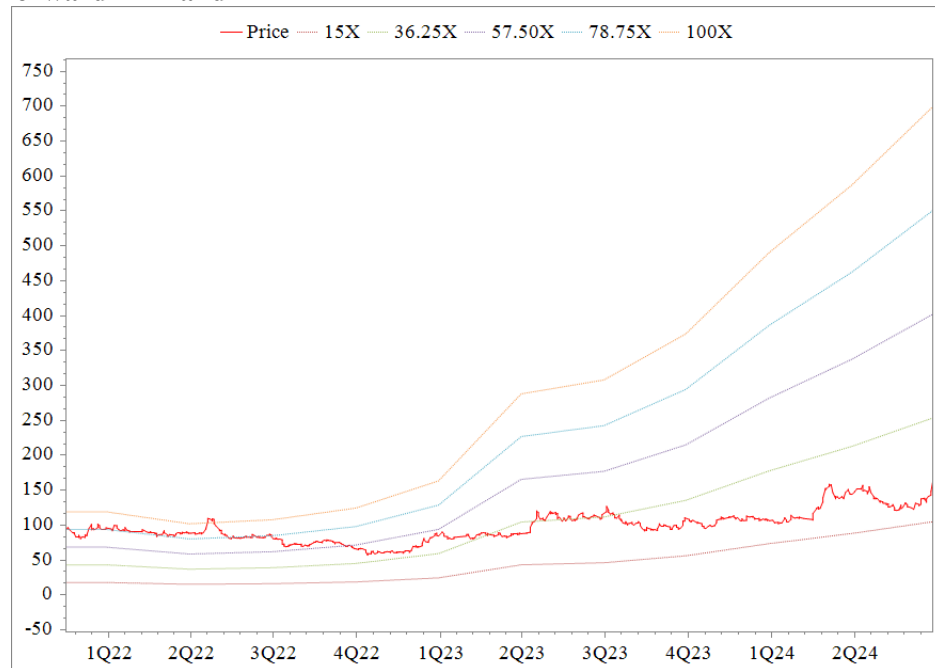
資料來源：正崙

## 投資建議：

考量台電二期等綠能工程貢獻森崙能源近年營運成長，加上長期綠能工程需求、以及綠色算力推動綠電交易長期趨勢，調整森崙能源至 Buy 的投資建議，目標價 188 元(30.5PER X 2025F EPS)。

2024 年 6 月 27 日

## Forward PE Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

## Forward PB Band



資料來源：CMoney，群益預估彙整

2024 年 6 月 27 日

## 資產負債表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>資產總計</b>	10,167	18,217	29,288	31,153	32,103
流動資產	8,792	13,320	22,855	24,013	23,908
現金及約當現金	1,283	1,832	3,912	3,813	3,941
應收帳款與票據	128	200	1,134	650	790
存貨	1	1	0	1	0
採權益法之投資	177	1,268	108	143	225
不動產、廠房設備	936	1,202	5,102	5,370	5,403
<b>負債總計</b>	<b>3,987</b>	<b>7,641</b>	<b>16,969</b>	<b>17,822</b>	<b>18,050</b>
流動負債	3,512	6,091	12,106	13,709	13,611
應付帳款及票據	1,506	516	1,809	876	980
非流動負債	474	1,550	4,862	5,045	5,268
<b>權益總計</b>	<b>6,180</b>	<b>10,576</b>	<b>12,319</b>	<b>13,332</b>	<b>14,052</b>
普通股股本	<b>1,465</b>	<b>2,162</b>	<b>2,162</b>	<b>2,208</b>	<b>2,208</b>
保留盈餘	527	359	886	1,898	2,619
母公司業主權益	5,885	10,354	11,158	12,184	12,905
<b>負債及權益總計</b>	<b>10,167</b>	<b>18,217</b>	<b>29,288</b>	<b>31,153</b>	<b>32,103</b>

## 現金流量表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業活動現金</b>	-3,361	-2,809	-5,548	7,539	2,036
稅前純益	573	309	772	1,610	1,703
折舊及攤銷	78	114	196	5,584	198
營運資金變動	1,686	-1,063	360	-449	-36
其他營運現金	-5,697	-2,169	-6,877	794	170
<b>投資活動現金</b>	3,183	-5,543	-277	-4,287	-3,061
資本支出淨額	-317	-1,798	-789	-383	-422
長期投資變動	3,524	-2,518	521	-3,500	-1,700
其他投資現金	-25	-1,226	-9	-403	-939
<b>籌資活動現金</b>	1,095	8,900	7,924	-3,352	1,153
長借/公司債變動	-20	1,036	3,591	182	223
現金增資	4,303	4,400	0	0	0
發放現金股利	-130	-197	-108	-270	-642
其他籌資現金	-3,058	3,661	4,441	-3,264	1,572
<b>淨現金流量</b>	916	548	2,081	-100	128
<b>期初現金</b>	367	1,283	1,832	3,912	3,813
<b>期末現金</b>	1,283	1,832	3,912	3,813	3,941

資料來源：CMoney、群益

## 損益表

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>營業收入淨額</b>	4,334	4,301	11,250	23,350	24,768
營業成本	3,494	3,753	10,082	21,157	22,402
<b>營業毛利淨額</b>	840	548	1,168	2,192	2,366
營業費用	231	296	496	630	650
<b>營業利益</b>	609	252	789	1,562	1,717
<b>EBITDA</b>	691	433	972	1,860	1,877
業外收入及支出	-36	40	-55	48	-13
稅前純益	573	309	772	1,610	1,703
所得稅	116	67	149	327	341
稅後純益	456	225	636	1,297	1,363
稅後 EPS(元)	2.06	1.02	2.88	5.87	6.17
完全稀釋 EPS**	2.06	1.02	2.88	5.88	6.17

註 1：稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

註 2：稅後 EPS 以股本 22.09【最新股本】億元計算

註 3：完全稀釋 EPS 以股本 22.08 億元計算

## 比率分析

(百萬元)	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>成長力分析(%)</b>					
營業收入淨額	727.91%	-0.77%	161.55%	107.56%	6.08%
營業毛利淨額	474.37%	-34.77%	113.05%	87.79%	7.93%
營業利益	5378.71%	-58.54%	212.76%	97.91%	9.90%
稅後純益	86.21%	-50.60%	182.57%	103.86%	5.04%
<b>獲利能力分析(%)</b>					
毛利率	19.38%	12.74%	10.38%	9.39%	9.55%
EBITDA(%)	15.95%	10.07%	8.64%	7.96%	7.58%
營益率	14.05%	5.87%	7.02%	6.69%	6.93%
稅後純益率	10.52%	5.24%	5.66%	5.56%	5.50%
總資產報酬率	4.48%	1.24%	2.17%	4.16%	4.24%
股東權益報酬率	7.38%	2.13%	5.17%	9.73%	9.70%

## 償債能力檢視

負債比率(%)	39.21%	41.94%	57.94%	57.21%	56.23%
負債/淨值比(%)	64.51%	72.24%	137.75%	133.68%	128.45%
流動比率(%)	250.34%	218.69%	188.78%	175.16%	175.66%

## 其他比率分析

存貨天數	0.03	0.08	0.03	0.01	0.01
應收帳款天數	20.28	13.91	21.64	13.94	10.61

2024 年 6 月 27 日

## 季度損益表

(百萬元)	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F
營業收入淨額	1,624	1,389	1,899	2,694	5,268	2,331	4,110	6,929	9,979	6,560	6,635	6,175
營業成本	1,416	1,229	1,691	2,410	4,752	2,116	3,701	6,286	9,054	5,964	6,010	5,586
營業毛利淨額	208	160	208	284	516	215	409	644	925	596	626	589
營業費用	73	83	91	96	226	156	129	170	176	154	134	178
營業利益	135	77	117	188	408	60	280	473	749	442	491	411
業外收入及支出	6	-4	-9	-31	26	53	-3	0	-2	-9	-3	0
稅前純益	141	73	108	157	434	112	276	474	748	433	488	411
所得稅	28	16	32	37	63	28	55	95	150	87	98	82
稅後純益	109	55	76	121	384	99	221	379	598	347	390	329
最新股本	2,209	2,209	2,209	2,209	2,209	2,209	2,209	2,209	2,209	2,209	2,209	2,209
稅後EPS(元)	0.49	0.25	0.34	0.55	1.74	0.45	1.00	1.72	2.71	1.57	1.77	1.49

## 獲利能力(%)

毛利率(%)	12.79%	11.49%	10.96%	10.54%	9.79%	9.23%	9.94%	9.29%	9.27%	9.09%	9.43%	9.53%
營業利益率(%)	8.29%	5.53%	6.16%	6.97%	7.74%	2.56%	6.81%	6.83%	7.51%	6.74%	7.40%	6.65%
稅後純益率(%)	6.72%	3.97%	3.98%	4.50%	7.30%	4.25%	5.38%	5.47%	5.99%	5.28%	5.88%	5.33%

## QoQ(%)

營業收入淨額	183.83%	-14.50%	36.80%	41.83%	95.54%	-55.74%	76.27%	68.62%	44.01%	-34.27%	1.15%	-6.94%
營業利益	409.15%	-42.97%	52.38%	60.47%	117.23%	-85.37%	369.11%	69.08%	58.35%	-41.02%	11.16%	-16.37%
稅前純益	169.38%	-47.99%	47.21%	45.45%	176.77%	-74.14%	146.21%	71.35%	57.85%	-42.05%	12.58%	-15.68%
稅後純益	212.05%	-49.48%	37.18%	60.09%	217.40%	-74.22%	123.12%	71.35%	57.85%	-42.05%	12.58%	-15.68%

## YoY(%)

營業收入淨額	-36.57%	69.51%	47.70%	370.85%	224.38%	67.90%	116.36%	157.22%	89.44%	181.37%	61.46%	-10.89%
營業利益	-29.85%	161.78%	88.75%	610.05%	202.94%	-22.29%	139.24%	152.06%	83.74%	640.74%	75.53%	-13.17%
稅前純益	-23.92%	19.39%	97.62%	199.99%	208.22%	53.23%	156.27%	201.92%	72.19%	285.95%	76.48%	-13.16%
稅後純益	-25.69%	30.24%	95.47%	246.21%	252.14%	79.71%	192.29%	212.85%	55.59%	249.75%	76.48%	-13.16%

註1：稅後EPS以股本22.09億元計算

註2：自2013年開始，稅後純益係指本期淨利歸屬於母公司業主。

## 【投資評等說明】

評等	定義
強力買進(Strong Buy)	首次評等潛在上漲空間 $\geq 35\%$
買進(Buy)	$15\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 35\%$
區間操作(Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次評等潛在上漲空間 $< 15\%$
	無法由基本面給予投資評等
中立(Neutral)	預期近期股價將處於盤整
	建議降低持股

## 【投資評等調整機制】

投資評等係「首次」給予特定個股投資評等時，其前一日收盤價相較 3 個月目標價之潛在上漲空間計算而得。個股投資評等分為四個等級，定義如上。爾後的投資評等係依循「首次評等」，直到停止推薦。

「強力買進」、「買進」及「區間操作」均有 upside 目標價。差別僅在於，首次評等時潛在報酬率不同。「中立」則無目標價。

一旦我們給予特定個股「強力買進」、「買進」或「區間操作」之投資評等，就是責任的開始，爾後將透過各式研究報告作定期性、持續性追蹤基本面及股價變化，直到停止推薦。

**停止推薦情境：**

1. 達目標價。
2. 雖未達原訂目標價，但檢視基本面、訊息面、籌碼面等多方訊息，研判股價上漲空間已然有限，將適時出具降評報告。
3. 推薦後股價不漲反跌，亦將出具降評報告。

## 【免責聲明】

本研究報告僅提供予特定人之客戶作為參考資料「非經同意不得轉載」。我們並不確保此資訊的完整性與正確性，投資人應了解，報告中有關未來預測之陳述可能不會實現，因而不應被依賴。而且此報告並非根據特定投資目的或依預定對象之財務狀況所撰寫出來的，因此，此研究報告的目的，既非對投資人於買賣證券、選擇權、期貨或其他證券相關之衍生性商品提供詢價服務，亦非作為進行交易的要約。投資人應注意到相關證券之價值及收益，可能會有無預警地上升或下降，產生投資回報金額可能比原始投資來得少的情形。